

## UVODNIK

Svet ECB je na seji 4. oktobra 2012 na podlagi redne ekonomske in denarne analize sklenil, da pusti ključne obrestne mere ECB nespremenjene. Zaradi visokih cen energentov in zvišanja posrednih davkov v nekaterih državah euroobmočja bo inflacija po pričakovanjih celo leto 2012 ostala nad 2%, vendar se bo tekom naslednjega leta ponovno spustila pod to raven in v obdobju, ki je relevantno za denarno politiko, ostala skladna s cenovno stabilnostjo. V skladu s tem ostaja osnovna dinamika denarne rasti umirjena. Inflacijska pričakovanja za euroobmočje so še naprej trdno zasidrana na ravni, ki je skladna s ciljem Sveta ECB, da inflacijo v srednjeročnem obdobju ohranja pod 2%, a blizu te meje. Gospodarska rast v euroobmočju bo po pričakovanjih ostala šibka, medtem ko sedanje napetosti na nekaterih finančnih trgih v euroobmočju in visoka negotovost še vedno negativno vplivajo na zaupanje in razpoloženje. Odločitve Sveta ECB glede dokončnih denarnih transakcij (DDT) so v zadnjih nekaj tednih prispevale k ublažitvi teh napetosti, s čimer se je zmanjšala zaskrbljenost glede uresničitve destruktivnih scenarijev. Zdaj je bistveno, da vlade še naprej izvajajo ukrepe, ki so potrebni za zmanjšanje javnofinančnih in strukturnih neravnovesij, ter nadaljujejo z ukrepi za prestrukturiranje finančnega sektorja.

Svet ECB ostaja trdno odločen, da bo zaščitil enotnost denarne politike in zagotovil pravilno transmisijo naravnosti denarne politike na realno gospodarstvo povsod v euroobmočju. Dokončne denarne transakcije mu bodo ob ustreznih pogojih omogočile, da ima na voljo popolnoma učinkovito varovalo, s katerim se bo mogoče izogniti destruktivnim scenarijem, ki bi lahko resno ogrozili cenovno stabilnost v euroobmočju. Svet ECB deluje izključno v okviru svojega mandata, da ohranja cenovno stabilnost v srednjeročnem obdobju, pri določanju denarne politike deluje neodvisno, euro pa je ireverzibilen.

Svet ECB je pripravljen, da začne izvajati dokončne denarne transakcije, ko bodo izpolnjeni vsi predpogoji. O izvedbi dokončnih denarnih transakcij bo odločal glede na to, ali so upravičene z vidika denarne politike, pod pogojem da so pogoji programa v celoti izpolnjeni. Izvajati jih bo prenehal, ko bodo njihovi cilji

doseženi ali v primeru nespoštovanja pogojev programa. Dokončne denarne transakcije se ne bodo izvajale, ko se določen program revidira, in se bodo nadaljevale po reviziji, potem ko je bilo zagotovljeno spoštovanje pogojev programa.

Kot kaže ekonomska analiza, se je realni BDP v euroobmočju v drugem četrtnetju 2012 v primerjavi s prejšnjim četrtnetjem zmanjšal za 0,2%, potem ko je rast v prejšnjem četrtnetju stagnirala. Ekonomski kazalniki, zlasti rezultati anket, potrjujejo, da je gospodarska aktivnost v tretjem četrtnetju ostala šibka, gospodarsko okolje pa je zaznamovala velika negotovost. Svet ECB pričakuje, da bo gospodarstvo euroobmočja v bližnji prihodnosti ostalo šibko in zatem okrevalo zgolj zelo postopno. Zagon rasti podpirajo standardni in nestandardni ukrepi denarne politike, vendar ga bodo po pričakovanjih še naprej zavirali nujen proces bilančnega prilagajanja v finančnem in nefinančnem sektorju, visoka stopnja brezposelnosti in neenakomerno okrevanje svetovnega gospodarstva.

Tveganja, ki spremljajo gospodarske obete za euroobmočje, ostajajo na strani nižje rasti. Povezana so predvsem s sedanjimi napetostmi na več finančnih trgih v euroobmočju ter z možnostjo njihovega prelitja v realno gospodarstvo euroobmočja. Ta tveganja bi morali vsi oblikovalci politik v euroobmočju z učinkovitimi ukrepi zaježiti.

Inflacija v euroobmočju, merjena z indeksom HICP, je septembra 2012 po Eurostatovi prvi oceni dosegla 2,7%, potem ko je v prejšnjem mesecu znašala 2,6%. To je višje od pričakovane ravni in je predvsem posledica preteklega zvišanja posrednih davkov in cen energentov, izraženih v eurih. Na podlagi sedanjih terminskih cen nafte bi stopnja inflacije lahko ostala na povišanih ravneh, nato pa naj bi se tekom naslednjega leta zopet spustila pod 2%. V obdobju, ki je relevantno za denarno politiko, bodo ob skromni gospodarski rasti v euroobmočju in trdno zasidranih inflacijskih pričakovanjih osnovni cenovni pritiski predvidoma ostali umirjeni. Sedanja raven inflacije bo zato predvidoma prehodna in ne bo povzročila sekundarnih učinkov. Svet ECB bo še naprej natančno spremljal gibanja stroškov, plač in cen.

Tveganja glede prihodnjih cenovnih gibanj ostajajo v srednjeročnem obdobju večinoma uravnotežena. Tveganja višje inflacije so povezana z nadaljnjim zvišanjem posrednih davkov zaradi potrebe po javnofinančni konsolidaciji. Glavna tveganja v smeri nižje inflacije pa so povezana z učinki nižje gospodarske rasti v euroobmočju od pričakovane, če bi se napetosti na finančnih trgih ponovno okrepile, ter z njenimi posledicami za domače komponente inflacije. Če vsi oblikovalci politik v euroobmočju takšnega stopnjevanja napetosti ne bodo omejili z učinkovitimi ukrepi, bi se ravnotežje tveganj lahko obrnilo navzdol.

V okviru denarne analize najnovejši podatki potrjujejo umirjeno osnovno dinamiko denarne rasti. Medletna stopnja rasti denarnega agregata M3 se je avgusta v primerjavi z julijem zmanjšala s 3,6% na 2,9%. Zmanjšanje je bilo predvsem posledica baznih učinkov, vendar so bili razmeroma omejeni tudi mesečni prilivi. Nasprotno so močni mesečni prilivi sredstev v vloge čez noč prispevali k nadaljnjemu povečanju medletne stopnje rasti agregata M1 na 5,1% v avgustu, v primerjavi s 4,5% v juliju. Povečanje kaže, da gospodarski subjekti v okolju nizkih obrestnih mer in velike negotovosti še naprej dajejo veliko prednost likvidnosti.

Medletna stopnja rasti posojil zasebnemu sektorju (prilagojena za prodajo in listinjenje posojil) je avgusta v primerjavi z julijem upadla z 0,1% na -0,2%, kar je posledica zmanjšanja medletne stopnje rasti posojil nefinančnim družbam v istem obdobju z -0,2% na -0,5%. Nasprotno je medletna rast posojil gospodinjstvom avgusta ostala nespremenjena na ravni 1,0%. Umirjena posojilna dinamika v veliki meri odraža šibke obete glede rasti BDP, povečano nenaklonjenost tveganju ter sedanje prilagajanje bilanc stanja v gospodinjstvih in podjetjih, kar vse zavira povpraševanje po posojilih. Obenem v več državah euroobmočja ponudbo kreditiranja omejujejo segmentacija finančnih trgov in kapitalske omejitve v bankah.

Zdrave bilance stanja bank bodo ključni dejavnik, ki bo omogočil tako zadostno ponudbo kreditov gospodarstvu kot tudi normalno delovanje vseh kanalov financiranja, s čimer bodo prispevale k ustrezni transmisiji denarne politike na

pogoje financiranja za nefinančne sektorje v različnih državah euroobmočja. Zaradi tega je bistveno, da se še naprej krepi odpornost bank, kjer je to potrebno.

Povzamemo lahko, da bodo cenovna gibanja v srednjeročnem obdobju po rezultatih ekonomske analize predvidoma ostala skladna s cenovno stabilnostjo. Navzkrižna primerjava s signali iz denarne analize to oceno potrjuje.

Tudi druga področja ekonomske politike morajo precej prispevati k nadaljnji stabilizaciji finančnih trgov in k izboljšanju obetov za gospodarsko rast. Kar zadeva javnofinančne politike, države euroobmočja napredujejo s konsolidacijo. Bistveno je, da se prizadevanja za ponovno vzpostavitev zdravega javnofinančnega stanja nadaljujejo skladno z zavezami v okviru Pakta za stabilnost in rast ter s priporočili v okviru evropskega semestra 2012. Pri krepitvi zaupanja v zdrave javne finance bo pomembno vlogo imela tudi hitra uresničitve fiskalnega dogovora. Hkrati so poleg prizadevanj za javnofinančno konsolidacijo in ukrepov za boljše delovanje finančnega sektorja enako bistvene tudi strukturne reforme. V državah, ki jih je kriza najbolj prizadela, je bil dosežen opazen napredek pri korekciji gibanj na področju stroškov dela na enoto proizvoda in tekočega računa. Odločne reforme na trgu dela in trgu proizvodov bodo še izboljšale konkurenčnost teh držav in njihovo sposobnost prilagajanja.

Bistveno je tudi, da se z veliko odločnostjo nadaljuje izgradnja evropskih institucij. ECB pozdravlja predlog Komisije z dne 12. septembra 2012 o enotnem mehanizmu nadzora, ki naj bi vključeval ECB in naj bi bil ustanovljen z uredbo Sveta na podlagi člena 127(6) Pogodbe. Po mnenju Sveta ECB je ta mehanizem eden od temeljnih stebrov finančne unije in eden od glavnih gradnikov v smeri pristne ekonomske in monetarne unije. ECB bo formalno izdala pravno mnenje, v katerem bo upoštevala predvsem naslednja načela: jasno in zanesljivo ločitev med sprejemanjem odločitev nadzornikov in denarno politiko; ustrezne kanale odgovornosti; decentralizacijo nalog v okviru Eurosistema; učinkovit nadzorniški okvir, ki bo zagotovil koherenten pregled nad bančnim sistemom v euroobmočju; popolno skladnost z okvirom enotnega trga, vključno z vlogo in pristojnostmi Evropskega bančnega organa. Medtem ko predlog Komisije predvideva ambiciozen časovni načrt prehoda k enotnemu mehanizmu nadzora, se je začela

ECB

Mesečni bilten  
oktober 2012

pripravljati tudi ECB, da bi lahko izvajala določbe iz uredbe Sveta, takoj ko začnejo veljati.

V tokratni številki Mesečnega biltena sta objavljena dva članka. V prvem je predstavljena podrobna definicija svetovne likvidnosti in ocena, kako lahko ta vpliva na domačo cenovno stabilnost. Članek obravnava tudi posledice svetovne likvidnosti za denarno politiko. Drugi članek dokumentira gibanja na trgih dela v euroobmočju od začetka gospodarske in finančne krize v letu 2008 ter obravnava vpliv krize na strukturne značilnosti trgov dela v euroobmočju.

#### **Okvir I**

#### **Skladnost dokončnih denarnih transakcij s prepovedjo denarnega financiranja**

Svet ECB je 6. septembra 2012 določil način izvajanja dokončnih denarnih transakcij (DDT) na sekundarnih trgih državnih obveznic v euroobmočju.<sup>1</sup> Medtem ko sprejem državnih obveznic in drugih javnih dolžniških instrumentov kot zavarovanje v kreditnih operacijah centralnih bank Eurosistema z nasprotnimi strankami denarne politike že od začetka EMU velja za skladno s prepovedjo denarnega financiranja, ta okvir na kratko obravnava vprašanje skladnosti dokončnih denarnih transakcij s to prepovedjo.

Z vidika ECB so dokončne denarne transakcije nujen, sorazmeren in učinkovit instrument denarne politike. Njihov cilj je zaščititi učinkovito transmisijo denarne politike Eurosistema in s tem zagotoviti pogoje za učinkovito izvajanje enotne denarne politike v euroobmočju, da bi ta lahko izpolnjevala svoj primarni cilj vzdrževanja cenovne stabilnosti. Pri določanju načina izvedbe DDT je Svet ECB posebej skrbno upošteval zahtevo, da morajo biti te transakcije skladne s prepovedjo denarnega financiranja, kot je opredeljena v členu 123 Pogodbe o delovanju Evropske unije. Ta člen ECB in nacionalnim centralnim bankam prepoveduje, da bi kupovale javne dolžniške instrumente na primarnem trgu. Nakupi na sekundarnem trgu – ki so v okviru prepovedi denarnega financiranja v načelu sicer dovoljeni – poleg tega ne smejo biti uporabljeni za to, da bi zaobšli cilje prepovedi. To pojasnilo je vsebovano v Uredbi Sveta (ES) št. 3603/93.<sup>2</sup> V okviru DDT nakupi javnih dolžniških instrumentov na sekundarnem trgu ne bodo pod nobenim pogojem uporabljeni za to, da bi se zaobšli cilji prepovedi denarnega financiranja. Predvsem so bili določeni konkretni načini izvajanja, da DDT ne bi bile v nasprotju s tremi cilji prepovedi denarnega financiranja, ki so zaščita (i) primarnega cilja cenovne stabilnosti, (ii) neodvisnosti centralnih bank in (iii) javnofinančne discipline. Svet ECB se je posebej trudil zagotoviti, da ta instrument denarne politike ne bi na koncu poslabšal javnofinančne discipline.

#### **DDT kot ukrep denarne politike za doseganje primarnega cilja cenovne stabilnosti**

##### *Nujen ukrep denarne politike*

Za sedanje razmere so značilna velika izkrivljanja na trgih državnih obveznic, ki izvirajo predvsem iz neutemeljenega strahu vlagateljev glede reverzibilnosti eura. Zaradi tega prihaja do hudih motenj v procesu oblikovanja cen na trgih državnih obveznic, ki ogrožajo delovanje transmissijskega mehanizma denarne politike. Trgi državnih obveznic imajo ključno vlogo v več fazah transmissijskega mehanizma denarne politike v euroobmočju. Ker disfunkcionalnost trgov, ki ovira transmissijski mehanizem, zmanjšuje učinkovitost standardnih instrumentov denarne politike v prizadetih jurisdikcijah, je upravičeno, da ECB ukrepa, da bi zmanjšala srednjeročna tveganja za cenovno stabilnost. Iz tega sledi, da so v sedanjih izrednih razmerah na finančnih trgih dokončne denarne transakcije

nestandarden, vendar nujen instrument denarne politike. Uporaba dokončnih nakupov obveznic kot instrumenta denarne politike je izrecno dovoljena s členom 18.1 Statuta ESCB.

#### *Sorazmeren ukrep denarne politike*

DDT bodo uporabljene samo v obsegu, ki je nujen, da se doseže cilj vzdrževanja cenovne stabilnosti. Svet ECB jih bo kot enega od možnih instrumentov denarne politike obravnaval le pod pogojem, da so upravičene z vidika denarne politike. Po temeljiti oceni se bo Svet ECB za izvedbo DDT odločil, ko bodo potrebne za odpravo nepravilnega delovanja posameznih tržnih segmentov. Ocena vključuje natančen izbor držav članic, za katere se DDT izvedejo. Poleg tega bodo DDT osredotočene na nakupe državnih obveznic z zapadlostjo med enim in tremi leti, s čimer bodo poudarjale tesno povezavo s tradicionalno denarno politiko. Nadalje bo Svet ECB prenehal izvajati DDT, ko bodo njihovi cilji doseženi.

#### *Učinkovit ukrep denarne politike*

Da bi imele DDT čim večji pozitivni učinek na delovanje transmisijskega mehanizma denarne politike, so bili sprejeti specifični načini izvajanja. Učinkovitost DDT je odvisna od nujnih makroekonomskih, strukturnih, javnofinančnih in finančnih ukrepov, ki jih morajo države pravočasno uvesti za to, da bi obnovile in vzdrževale temeljne makroekonomske pogoje. Eurosistem bo dokončne denarne transakcije na trgu državnih obveznic posamezne države članice zato izvajal le pod pogojem, da bo dana država spoštovala svoje zaveze in časovni načrt v skladu z okvirom gospodarskega upravljanja, ki se uporablja v euroobmočju. Ključni bodo strogi in učinkoviti pogoji, ki bodo veljali v posameznem programu Evropske družbe za finančno stabilnost oz. Evropskega mehanizma za stabilnost (EFSF/EMS), vključno z možnostjo nakupov EFSF/ESM na primarnem trgu, medtem ko bo Mednarodni denarni sklad povabljen k sodelovanju. Vendar to ne bo dovolj. Svet ECB bo imel popolnoma proste roke pri odločanju o začetku, nadaljevanju in prekinitvi izvajanja DDT in bo deloval v skladu z mandatom denarne politike. Za DDT se bo odločal glede na to, ali so upravičene z vidika denarne politike, in jih bo prenehal izvajati, ko bodo njihovi cilji doseženi ali če država ne bo spoštovala pogojev programa. V ta namen bo Svet ECB natančno spremljal vsa gibanja in sprejemal ustrezne ocene.

#### *Nevtralen vpliv na likvidnostne razmere*

Likvidnost, ki bo ustvarjena z dokončnimi denarnimi transakcijami, bo v celoti sterilizirana. Zaradi popolnega umika likvidnosti se ponudba primarnega denarja ne bo povečala in likvidnostne razmere se ne bodo spremenile.

#### **Javnofinančna disciplina**

Za zagotovitev in ohranjanje javnofinančne discipline bodo DDT omejene na države članice, za katere veljajo strogi pogoji glede makroekonomskih, strukturnih, javnofinančnih in finančnih prilagoditev, ki jih mora posamezna država izvesti. Vsi nakupi državnih obveznic teh držav članic bodo omejeni na obveznice z zapadlostjo od enega do treh let. Ti operativni pogoji so bistveni za to, da DDT ne ovirajo sočasnega otipljivega napredka teh držav članic pri konsolidaciji javnih financ in še zlasti pri izvajanju dolgoročnih strukturnih reform.

#### **Neodvisnost centralnih bank**

Svet ECB je operativne pogoje DDT oblikoval popolnoma neodvisno in glede na to, kaj je nujno, sorazmerno in učinkovito za namene denarne politike. Svet ECB bo imel popolnoma proste roke pri odločanju o začetku, nadaljevanju in prekinitvi izvajanja DDT v skladu z mandatom denarne politike.

<sup>1</sup> Glej okvir z naslovom »Ukrepi denarne politike, ki jih je Svet ECB sprejel 6. septembra 2012«, Mesečni bilten, ECB, september 2012.

<sup>2</sup> Uredba Sveta (ES) št. 3603/93 z dne 13. decembra 1993 o opredelitvi pojmov za uporabo prepovedi iz člena 104 [preštevilčen po Lizbonski pogodbi v člen 123 Pogodbe o delovanju Evropske unije] in člena 104b(1) [preštevilčen po Lizbonski pogodbi v člen 125 Pogodbe o delovanju Evropske unije] Pogodbe (UL L 332, 31. 12. 1993, str. 1).